

金融財政

ビジネス

Business

時事通信社

昭和23年7月8日 第3種郵便物認可
毎週2回 月・木曜日発行(但し祝日を除く)
購読料金 月額5,830円(税抜5,300円)

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8
©時事通信社2023

2023年(令和5年)
6月5日[月]
第11153号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 6.5

.corner	.page	.title	.writer
巻頭言	3	チャットGPTを使ってみた	評論家 額賀 信
解説	4	インフレ率アップが日本企業のPBR、ROE、株価を押し上げる	龍谷大学経済学部教授 竹中正治
column 照一隅	8	PBRの1倍割れ	壮心不已
経済人	9	植田日銀への期待	経済学博士 鈴木淑夫
インタビュー	10	AIIB、分断世界の「懸け橋」に シュークネヒト筆頭副総裁インタビュー	
column インサイド	13	息子に甘過ぎた首相	
連載	14	【地殻変動する世界⑥2】 正念場のウクライナ支援 「G7広島」が結束の場に	
column インサイド	18	「やってるふり」もはや限界	
column 本石町	19	ハト派色鮮明な植田日銀	
キーパーソン	19	農水省	
column スポーツサロン	20	Jリーグ、「シャレン」掲げ30歳からの再出発	スポーツジャーナリスト 二宮清純

インフレ率アップが日本企業のPBR、ROE、株価を押し上げる

今年3月末、東証は上場企業に資本効率や株価を意識した経営の強化を求める通知を出した。とりわけ注目されているのが、PBR（株価純資産倍率）1倍割れ企業の問題だ。また、金融庁も東証に歩調を合わせてコーポレートガバナンス改革を後押ししている。こうした変革の必要性を筆者も認知しているが、日本企業の低PBR、低ROE（自己資本利益率）は過去20余年のデフレ基調というマクロ経済要因が関わっていることが見落とされている。今後2%程度のインフレ率が定着すれば、日本企業のPBR、ROE向上に順風となり、日本株は中長期的な新たな上昇トレンドに乗るだろう。

東京証券取引所は2023年3月、PBRが1倍を下回っている企業などに、株価水準を引き上げるための具体策を開示し、それを実行するよう要請した。金融庁もこの東証の動きに歩調を合わせ、企業の持続的な成長を目的に資本効率の改善を求めるコーポレートガバナンス改革促進の行動計画の策定と実行に動いている。

筆者自身も大括りに言うと、過去

四半世紀の日本企業は一部の例外を除いて、リスクを伴う新規事業の開拓に消極的で、情報通信技術環境の急速な変化に合わせた業務・ビジネスフローの変革も遅く、既存のレツドオーション（過当競争）市場でのコスト削減、賃金抑制に汲々とする閉塞に陥っていたと思う。東証や金融庁の働き掛けが、日本企業一般のそうした状況を打開する契機になれば良いと考えている。

低PBRは低ROEの結果

ここで問題となっているPBRは、図表1の上段に示した通りROEと

しかしながら、問題になっている日本企業の平均的PBRやROEの低さは、個別の企業経営者の問題のみでなく、デフレ・低インフレというマクロ経済環境が深く関わっていることが、東証や金融庁の議論では見落とされているように思える。

龍谷大学経済学部教授
竹中正治
たけなか・まさはる 79年東京銀行（現三菱UFJ銀行）入行、為替資金部次長、調査部次長、ワシントンDC駐在員事務所長、国際通貨研究所チーフエコノミストを経て、09年4月より現職、経済学博士（京都大学）。最新著作「資産形成のための金融投資論」黄金の波に乗る知の技法（Kinote、20年10月）。

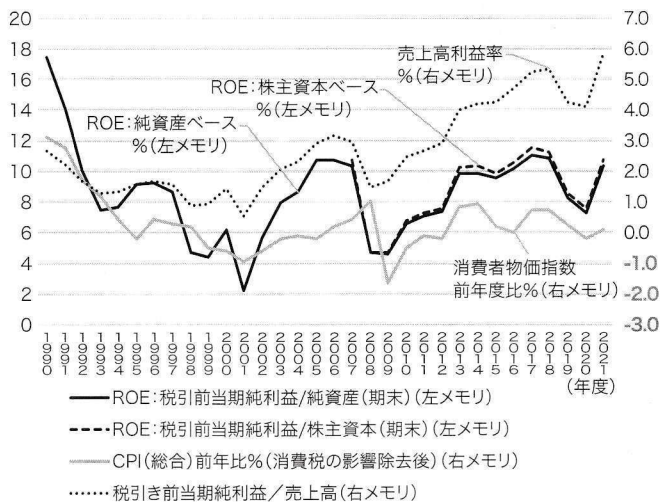
PER（株価収益率）に分解できる（両者の積である）。この図式に基づいてPBR向上のために企業経営者に何ができるか考えてみよう。PBR引き上げのためには、ROEを上げるか、PERを上げるかすれば良い。PERの分子である株価水準自体は投資家層が市場の売買を通じて決めることなので、経営者は操作できない。1株当たりの利益を減らせば、株価が変わらなければPERは上がるが、当然株価は下がるので、経営者にとってPERの水準自体を操作することはできない。すると、PBR向上のために経営者にできることは、ROEを高める

〔図表1〕

PBR(株価純資産倍率)
 = 株価 / 1株当たり純資産
 =(1株当たり純利益 / 1株当たり純資産) × (株価 / 1株当たり純利益)
 = ROE(自己資本利益率) × PER(株価収益率)

ROE=(純利益 / 売上高) × (売上高 / 総資産) × (総資産 / 自己資本)
 = 売上高純利益率 × 総資産回転率 × 財務レバレッジ比率 (= 自己資本比率の逆数)

〔図表2〕ROE、売上高利益率と消費者物価指数の変化



(出所) 財務省法人企業統計、総務省統計局

ことに他ならない。例えばPBRが0・9、ROEが9%、PER10倍の企業の場合、ROEを1%逡向上させると、PBRは0・9から1・0に上昇する。

ROEは図表1の下段に示した通り、①売上高純利益率②総資産回転率③財務レバレッジ比率の三つの要素の積である。この3要素のどれが日本企業のROEの低さの主因になっているかが重要な問題になるが、それは後述することにしよう。

既述の東証と金融庁とは別に、経済産業省も日本企業の資本効率の向上と長期的成長に向けた投資の活性化を目的に2014年以来、伊藤邦雄氏(一橋大学名誉教授、専門は会計学)を中心に3次にわたる「伊藤レポート」を取りまとめてきた経緯がある。

この経産省(経済産業政策局産業資金課)が作成した19年11月の「事務局説明資料」によると、「日本企業の中長期的な価値向上」の度合い

を見る指標として日本企業のROEを取り上げ、ある程度上昇トレンドにあるものの、欧米企業平均に比べるとまだ低く、一層の引き上げが必要と指摘している。

そこで日本企業のROEの推移を示したのが図表2である。ここでは金融業・保険業を除く全産業を対象にした法人企業統計(財務省)に基づいている(金融業・保険業を含むデータは比較的新しく、長期の過去に遡れないので、金融業・保険業を除くデータで作成している)。まず、1990年以降のROE(%)(黒線)と消費者物価指数(総合、消費税の引き上げの影響除去後)の前年比(灰色線)の推移を見ていただきたい(年度データ)。

通常ROEは「株主資本」に対する当期純利益の比率で計算される。それが図表2の黒の破線だ。ところが使用した法人企業統計では「株主資本」は2007年までは「純資産」は2007年までは「純資産」に對する比率を使用したROEを黒線で描いている。見て分かる通り、双方の違いは僅少でほとんど重なる。

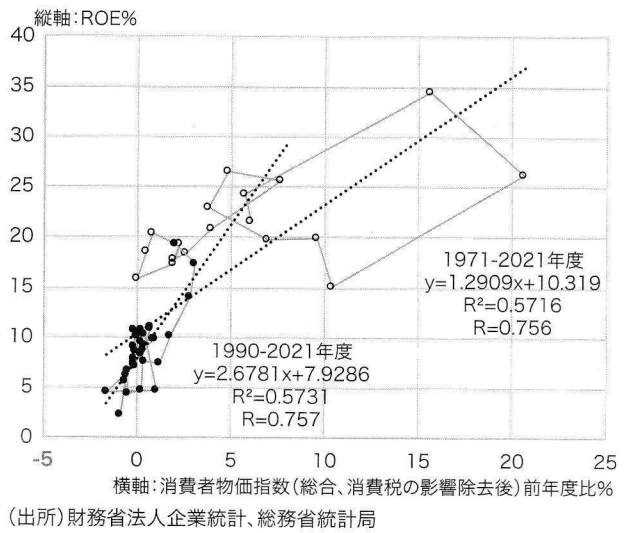
低ROE背後にある「上昇」

図表2を見て分かる通り、日本企業のROEは1990年度の17%台の水準から90年代に大きく低下しているが、その変化は消費者物価指数(前年度比%)、消費税の影響を除くベース)の変動と正の相関係数があるように見える。そこでROEの水準と消費者物価指数の変化を単回帰したものが図表3である。

白マルの分布は1971~2021年度までの全期間、黒マルの分布は90~21年度の分布だ。両期間ともROEと消費者物価上昇率の間には正の相関係数が見られ、最大値で1・0となる相関係数は0・75台、説明度を示す決定係数は0・57台と高い。これは消費者物価指数の変化でROEの変化を57%説明できることを意味する。

ただし、両期間で大きく異なるのは、分布の近似線の傾きである。71~21年度の全期間では1%の消費者物価指数の低下(上昇)が約1・3%のROEの低下(上昇)に対応している。ところが、90~21年度では、1%の消費者物価指数の低下(上昇)が約2・7%のROEの低下(上昇)

〈図表3〉ROEと消費者物価指数の変化
(1971~2021年度)



に対応している。物価下落のROEへの影響度は甚大である。

しかしながら、企業の平均ROEに影響を与える要因はもちろん物価変動だけではない。企業の純資産に変化がなければ、平均ROEに最も強い影響を与えるのは景気動向である。そこで景気動向の影響を除去してROEと消費者物価指数の変化の関係性を見るために、ROEを被説明変数とし、説明変数としては、①内閣府の景気動向指数(CI一致系列、前年度比差分)②消費者物価指

数(前年度比、消

費税の影響を除くベース)の二つの変数で重回帰分析した。その結果が図表4である。二つの変数ともROEとの関係は有意であり(関係性が偶然でない)、説明度を示す補正決定係数は0.606と高い。これはROEの変化の約61%をこれら二つの変数で説明できることを意味する。また、消費者物価指数の1%増の低下(上昇)はROEの2.15%増低下(上昇)

〈図表4〉

回帰結果		年	係数	標準誤差	t	P-値
期間	1990-2021年度	切片	7.8206152	0.348907	22.41464	7.32E-20
重相関R	0.795	変数①	0.1687543	0.051797	3.25798	0.00286
重決定R ²	0.631	変数②	2.1500022	0.332556	6.465082	4.48E-07
補正R ²	0.606					
標準誤差	1.869					
観測数	32					

(出所)財務省法人企業統計、総務省統計局、内閣府のデータに基づき筆者算出

に対応している。同様に景気動向指数の1%増の変化はROEの0.17%増の変化に対応していることが分かった。

なぜインフレ率がROEと関係するのか

それでは、なぜ消費者物価指数(インフレ率)の変化がROEと正の相関関係を持つているのだろうか。ここで計算されているROEの分母は企業のバランスシートの資産と負債の差額になる簿価ベースの純資産である。負債サイドは借入金、社債、その他債務からなるが、みな名目額で固定されており、物価変動の影響を直接は受けない。

資産サイドでは、短期資産は売掛金や在庫品など物価変動をある程度反映する項目もあるが、長期固定資産(有形、無形)は取得時原価を基準に減価償却費を差し引いた簿価である。その結果、資産負債の簿価差額としての純資産は物価変動に対して無関係か、あるいは極めて鈍くしか反応しない。

一方で、ROEの分子である純利益は売上高(=販売商品数量×価格)から各種のコストを差し引いた残余である。売上高は物価変動の影響を

直接受ける。コストは変動費と固定費に分かれ、変動費は物価変動の影響をある程度受けるが、固定費は短期中期では物価変動の影響をほとんど受けない。こう考えれば、簿価ベースの純資産に基づいて計算されるROEにインフレ率と高い正の相関関係が生じるのはある意味で当然の理だ。

それでは日本企業がその平均ROEを高めるために、どのような変化が生じれば良いのだろうか。この点を先に示したROEの3要素、①売上高純利益率②総資産回転率③財務レバレッジ比率に基づいて考えてみよう。これについては前掲の経済産業省の「伊藤レポート」(2019年11月)が、示唆的なデータを提示しているので、それを参照しよう。

この資料は、2007年から18年の期間について、日本、米国、欧州主要企業

1 経済産業省経済産業政策局産業資金課「事務局資料」2019年11月

の①売上高純利益率②総資産回転率③財務レバレッジ比率の平均値の推移を示している。それによると、日本企業平均の②総資産回転率は約70%（18年）で米国企業と並んでおり、欧州企業の60%弱より高い。

次に日本企業の③財務レバレッジ比率（自己資本比率の逆数）は、13年頃までは250%弱程度でやはり米国と並んでいたが、その後米国企業の同比率が280%強に上昇する一方で、日本企業のそれは230%台に低下しており、反対方向に変化している。これは米国企業がリーマン・ショックの金融危機も癒えた13年以降、低金利環境を利用して社債を発行し、その資金で自社株買いをする企業が増え、全般的に債務比率を高めた（自己資本比率を落とした）結果であると考えられる。

ゼロ利回りの預金や低収益の流動性資産を必要以上に保有することはROEを低下させ、資本効率を損なう行為なので望ましくないが、過度に財務レバレッジ比率を上げれば（自己資本比率を下げれば）、企業の安定性を損なうことは留意しておくべきだろう。

日米間のROEの最も大きな格差

要因は、①売上高純利益率である。米国企業の約9%に比して日本企業は5%台にとどまっている（いずれも2018年時点）。ただし、図表2に点線で示した通り、日本企業の売上高純利益率も01年を底に趨勢的に上昇トレンドにあり、21年度には6%近くまで上がっている。

日本株の新しい局面が始まる

最後にROEとインフレ率の視点から、今後の日本株に関する含意を考えてみよう。ROEも、その構成要素である売上高純利益率も、商品差別化やブランド力など経営戦略の巧拙や経営努力に依存すると同時に、物価上昇率の影響を強く受けることが分かった。既に見た通り、90〜21年度の期間を対象にした回帰分析から、消費者物価指数の1%¹の上昇は2・15%の平均ROEの上昇をもたらすことが分かった。

現下の消費者物価上昇率は総合ベースで前年同月比+3・2（3月）、生鮮食品とエネルギーを除くベースでは同+3・8%となっている。日銀は足下の日本のインフレ率は、ロシアのウクライナ軍事侵攻を契機にした国際エネルギー価格や食料価格

の高騰が国内に波及した結果であり、国内の賃金上昇と消費需要の拡大を十分に伴っていないため、今年度末にかけて再び2%割れとなる可能性が高いと現時点では判断している。

今後のインフレ動向を考える上でとりわけ重要なのが、名目賃金が今後どの程度上がるかである。日本経済新聞社による23年の賃金動向調査では、定期昇給とベースアップ合計の平均賃上げ率は前年比1・54%高い3・89%と、31年ぶりの伸び率となったが、その持続性が問題だ。

各種データに見る昨今の労働市場の逼迫（人手不足）度合いは、1980年代に匹敵するレベルとなっており、中期化する公算が高い。低賃金しか提示できない企業は従業員を確保できずに淘汰される様相を強めており、過去四半世紀も続いた賃金と価格の「凍結」状態は終わりにつつあるように思える。

2013年以降の景気の回復と雇用の増加を支えた女性と65歳以上の高齢者の就業率の上昇が、そろそろ底を尽き、労働市場の需給逼迫が中期化する見込みが強まっている。こうした点を勘案すると、賃金上昇にとつて有利な環境がしばらく続く

可能性が高そうに思える。

1990年以降の消費者物価指数の上昇率は平均0・3%なので、賃金上昇の追い風を受け、今後2%台前半程度のインフレ率が定着することを想定すると、ROEは4・3%（ $112 \cdot 15 \times 2$ ）も上昇し、2021年度に10・3%だった日本企業の平均ROEは14%台に上昇する公算が高い。

実際の企業のROEとPBRの関係については、当然正の相関関係が見られるのだが、それは直線的な関係ではないようだ。ROEが8%以下ではPBR1倍割れが常態となる一方で、ROEが8%を超えたあたりからPBRが急速に高まる（株価が上がると）企業が増えるという調査分析結果がある。²

ニッセイアセットマネジメントの吉野貴晶、高野幸太の調査レポートによると、ROEが8%以下の企業の

2 吉野貴晶、高野幸太「PBR-ROEモデル」の効果は今後、高まるだろう。ニッセイアセットマネジメント(株)2017年9月

PBRの1倍割れ

壮心不已



企業のPBR（株価純資産倍率）について、いろいろと議論されている。PBRは、分子が株式市場が評価する時価の企業価値、すなわち株価総額。分母がバランスシートの純資産、すなわち株主の持ち分となる自己資本だ。

これが1倍未満だと、大ざっぱに言えば、株主にとって企業の時価が簿価より低いことになり、投資はお勧めできないという話になる。

PBRはROE（自己資本利益率）とPER（株価収益率）の掛け算として表せる。ROEは当期純利益を自己資本で割ったもの。PERは株価総額を当期純利益で割ったものだ。PERはしばしば1株当たりで言及されるが、分子分母に総発行株式数を掛けても比率は変わらないので、企業全体のことと考えてよい。

こう表すと、PBRが1倍未満となっている原因は、必ずしも低収益性だけではないことが分かる。収益指標であるROEが高くて、市場評価指標であるPERが低ければ、PBRは1倍を下回る。

実際、日本の上場企業のROEは、

さまざまな制度改革、企業努力などから傾向として改善してきた。それでもなお、東証のプライム・スタンダード市場に上場する企業の半数以上は、昨年度末の時点でPBRが1倍割れとなっていた。

確かに、日本企業の問題点の一つとして、ROEの低さが指摘されることが多かった。その改善のための努力を重ねてきた企業からすれば、ここまで頑張ってもまだ駄目なのかという気持ちにもなるだろう。

それもあつてか、PBRが低いのは、むしろ企業価値を評価する株式市場の側の問題ではないかという声さえ聞かれる。しかし、株式市場から資金を調達しておいて、その市場の見方がおかしいと企業側が言うのも、第三者的には何か変な気もする。

もともと、ROEとPERの間には常に安定した正の関係があるとは限らない。足元の利益率が低くても、株式市場がその企業の将来性を高く評価していれば、PERが高くなり、PBRが1倍を超えることもある。

反対に、足元でそこそこの収益が確保できていても、その企業の未来

に魅力を感じさせることに失敗すれば、投資家の評価は低くなる。

もちろん、業種により、あるいはビジネスモデルにより大きなばらつきがあるが、計算上は、ROEが8%の場合、PERが12・5倍であればPBRは1倍となる。このPERの水準は、日本の株式市場において高過ぎるとは言えないだろう。

要するに、企業の現在の取り組みから出発して、そのビジネスの未来をどう描き、いかに経営者がそれを説得的に投資家に伝えるかが大事になるのだろう。

それにつけても、以上のような議論は全ての企業には当てはまらない。企業競争の最先端で、本当のところは誰にも分からない未来に挑戦し、そのための資金を見ず知らずの株主から集める企業、別の表現をすれば上場企業、とりわけトップ・リーグに分類されたい企業にとってのものと言える。

そのような企業ではなくても、これからも存在し続けてほしい会社はたくさんある。そのガバナンスの議論はまた別の話になるはずだ。

場合はPBR1倍割れが割安の基準になる。一方、ROEが持続的に8%を超えたあたりから、利益の積み増しの内部留保部分が将来にわたり増えるため、将来の期待自己資本が大きくなり、PBRが1倍を超えることが正当化できるようになるからだと行う。

もちろん日本のインフレ率上昇が21年以降の米国のように行き過ぎる場合は、日銀が急速な金融引き締めを経て、金利上昇が株価を押し下げる展開が起こり得る。しかしながら、日本のインフレ率が欧米の様に上方に跳ねる可能性は考え難い。そうだとすると、2%程度のインフレ率回復と低金利が今後中期的に継続する可能性はかなり高いように思える。これは株価にとっては順風だ。現下の日本株のじり高推移は、そうした変化の前兆にも思える。

ただし、目先は世界経済が米国を中心に景気後退に向かつており、日本株だけ高値を超えて上昇するのは困難だろう。しかし、早ければこの局面を抜けた24年ごろから日経平均3万円を超えて、逆に3万円が底値圏になるような上昇トレンドが起る公算が高いように思える。